

**600309.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 97.76

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.8	11.3	6.1	16.8
相对上证综指	0.2	8.5	7.0	15.6

发行股数 (百万)	3,139.75
流通股 (百万)	3,139.75
总市值 (人民币 百万)	306,941.63
3个月日均交易额 (人民币 百万)	757.17
主要股东	
烟台国丰投资控股集团有限公司	21.59

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2023年7月31日收市价为标准

**相关研究报告**

《万华化学》20230323  
《万华化学》20221027  
《万华化学》20220801

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学制品

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

# 万华化学

## 二季度净利润环比增长, 产能升级及品质升级双驱动

2023年上半年公司实现营业收入876.26亿元, 同比减少1.67%; 归母净利润85.68亿元, 同比减少17.48%。其中, 2023年二季度实现营收456.87亿元, 同比减少3.48%, 环比增长8.94%, 归母净利润45.15亿元, 同比减少9.86%, 环比增长11.40%。公司二季度业绩环比增长, 多项目持续推进。维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **主营产品销量持续增长, 二季度净利环比提升。**2023年二季度公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产品产量分别为130万吨、107万吨以及41万吨, 分别环比增长12.07%、下降9.32%、增长7.89%; 销量分别为124万吨、367万吨以及39万吨, 环比分别增长11.71%、15.77%及11.43%。在国际环境复杂严峻和世界经济复苏乏力的市场环境下, 公司销量实现持续增长, 主要产品市占率进一步提升。据百川盈孚统计数据, 聚合MDI、纯MDI二季度均价分别为1.53万元/吨、1.89万元/吨, 环比一季度分别下降1.68%、增长0.47%。未来随着全球经济复苏, 公司盈利能力有望快速修复。
- **TDI扩产加收购, 行业格局再重构。**2023年上半年福建工业园25万吨/年TDI装置一次性开车成功, 同时公司对烟台巨力精细化工股份有限公司部分股权完成收购, 实现在西北地区的产业布局, 依托于技术创新, 公司TDI产品质量水平再提升, 达到行业领先水平。2023年下半年福建产业园TDI二期项目建设将重点推进。通过技术升级以及产业并购, TDI行业竞争格局重塑, 公司在聚氨酯行业的龙头优势进一步巩固。
- **聚焦技术“微创新”, 品质升级与产能扩张双驱动。**2023年公司重视技术“微创新”, 提高行业竞争力, 上半年光学级MS树脂中试成功产出合格产品, 水性树脂、改性异氰酸酯、TPU等不断推出差异化的产品, 改性PC、改性尼龙12、膜材料等解决方案不断完善, 拓宽应用领域。下半年公司将重点推进POE产业化及膜材料的迭代升级、电池材料的工艺优化和新技术、新产品开发。同时, 公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建TDI二期等重点项目的建设。未来技术创新及产能扩张将助力公司业绩实现可持续高质量发展。

**估值**

- 行业龙头抗风险能力凸显, 公司业绩整体符合预期, 同时产品质量优化升级, 在建工程有序推进, 未来成长持续可期, 预计2023-2025年EPS分别为6.38元、8.14元、8.47元, 当前对应PE为15.3倍、12.0倍、11.5倍, 看好公司一体化优势与卓越的研发能力, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 项目进度不达预期, 原油、LPG价格大幅波动, 全球经济增速不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	145,538	165,565	184,085	197,302	191,869
增长率(%)	98.2	13.8	11.2	7.2	(2.8)
EBITDA(人民币 百万)	38,131	29,079	37,150	46,466	50,413
归母净利润(人民币 百万)	24,649	16,234	20,044	25,557	26,586
增长率(%)	145.5	(34.1)	23.5	27.5	4.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	7.85	5.17	6.38	8.14	8.47
市盈率(倍)	12.5	18.9	15.3	12.0	11.5
市净率(倍)	4.5	4.0	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA(倍)	9.8	12.2	10.1	8.0	7.2
每股股息(人民币)	2.5	1.6	2.0	2.5	2.6
股息率(%)	2.5	1.7	2.0	2.6	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司半年报摘要

(亿元)	2023 年半年度	2022 年半年度	同比增长(%)
一、营业总收入	876.26	891.19	(1.67)
二、营业总成本	779.88	766.35	1.77
其中：营业成本	732.39	766.35	0.77
营业税金及附加	5.18	4.75	9.02
销售费用	6.34	5.00	26.84
管理费用	11.05	8.94	23.58
研发费用	17.91	15.30	17.06
财务费用	7.02	5.58	25.71
资产减值损失	(0.13)	(0.03)	(349.65)
三、其他经营收益	5.19	3.21	62.04
公允价值变动收益	0.08	(0.02)	436.90
投资收益	3.05	2.14	42.51
四、营业利润	102.77	126.26	(18.84)
加：营业外收入	0.16	0.27	(40.47)
减：营业外支出	1.34	0.64	108.55
五、利润总额	101.59	126.26	(19.54)
减：所得税	9.07	18.36	(50.59)
六、净利润	92.52	107.90	(14.25)
减：少数股东损益	6.83	4.07	68.10
七、归属母公司净利润	85.68	103.83	(17.48)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.公司二季度报摘要

(亿元)	2023 年第二季度	2022 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	456.87	473.34	(3.48)
二、营业总成本	409.14	412.59	(0.84)
其中：营业成本	386.51	394.81	(2.10)
营业税金及附加	2.81	2.38	17.82
销售费用	3.16	2.46	28.62
管理费用	5.92	4.60	28.60
研发费用	9.22	7.34	25.61
财务费用	1.52	1.00	52.51
资产减值损失	(0.00)	(0.02)	73.17
三、其他经营收益	3.46	2.59	33.28
公允价值变动收益	0.01	(0.07)	119.79
投资收益	1.88	1.11	68.89
四、营业利润	52.76	62.07	(15.00)
加：营业外收入	0.07	0.02	170.60
减：营业外支出	0.56	0.28	100.77
五、利润总额	52.27	61.81	(15.44)
减：所得税	3.64	9.14	(60.20)
六、净利润	48.63	52.67	(7.67)
减：少数股东损益	3.48	2.58	34.77
七、归属母公司净利润	45.15	50.09	(9.86)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	145,538	165,565	184,085	197,302	191,869
营业收入	145,538	165,565	184,085	197,302	191,869
营业成本	107,317	138,132	150,243	156,019	149,562
营业税金及附加	880	913	1,015	1,088	1,058
销售费用	1,052	1,153	1,282	1,374	1,336
管理费用	1,892	1,966	2,172	2,328	2,264
研发费用	3,168	3,420	3,314	3,551	3,454
财务费用	1,479	1,235	2,461	2,779	2,967
其他收益	453	740	600	600	600
资产减值损失	(1,075)	(192)	(585)	(617)	(465)
信用减值损失	(185)	(65)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	(18)	27	3	3	3
公允价值变动收益	7	173	0	0	0
投资收益	492	408	408	408	408
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	29,425	19,839	23,974	30,506	31,726
营业外收入	97	45	55	55	55
营业外支出	371	343	277	277	277
利润总额	29,151	19,541	23,752	30,285	31,504
所得税	4,112	2,499	3,088	3,937	4,096
净利润	25,039	17,042	20,664	26,348	27,409
少数股东损益	391	808	620	790	822
归母净利润	24,649	16,234	20,044	25,557	26,586
EBITDA	38,131	29,079	37,150	46,466	50,413
EPS(最新股本摊薄, 元)	7.85	5.17	6.38	8.14	8.47

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>72,291</b>	<b>51,532</b>	<b>57,980</b>	<b>85,476</b>	<b>92,705</b>
现金及等价物	34,216	18,989	18,408	46,770	55,764
应收帐款	8,646	9,060	9,348	10,382	8,805
应收票据	0	0	0	0	0
存货	18,282	18,185	21,479	19,710	19,775
预付账款	1,367	1,277	1,644	1,390	1,519
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	9,780	4,021	7,100	7,225	6,842
<b>非流动资产</b>	<b>118,018</b>	<b>149,311</b>	<b>163,718</b>	<b>177,625</b>	<b>188,146</b>
长期投资	4,458	6,823	6,823	6,823	6,823
固定资产	65,233	78,558	90,301	100,596	109,371
无形资产	7,982	9,980	10,015	10,009	9,956
其他长期资产	40,345	53,949	56,579	60,197	61,996
<b>资产合计</b>	<b>190,310</b>	<b>200,843</b>	<b>221,699</b>	<b>263,101</b>	<b>280,851</b>
<b>流动负债</b>	<b>98,002</b>	<b>95,017</b>	<b>101,588</b>	<b>123,447</b>	<b>121,068</b>
短期借款	53,873	44,019	48,027	70,000	70,000
应付账款	11,403	13,067	14,632	14,131	13,441
其他流动负债	32,726	37,931	38,929	39,316	37,626
<b>非流动负债</b>	<b>20,612</b>	<b>24,489</b>	<b>24,312</b>	<b>25,417</b>	<b>26,364</b>
长期借款	15,644	15,968	16,000	17,000	18,000
其他长期负债	4,968	8,521	8,312	8,417	8,364
<b>负债合计</b>	<b>118,614</b>	<b>119,506</b>	<b>125,900</b>	<b>148,864</b>	<b>147,432</b>
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	3,197	4,492	5,112	5,903	6,725
归属母公司股东权益	68,499	76,845	90,686	108,335	126,694
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>190,310</b>	<b>200,843</b>	<b>221,699</b>	<b>263,101</b>	<b>280,851</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	25,039	17,042	20,664	26,348	27,409
折旧摊销	8,161	9,354	11,726	14,192	16,731
营运资金变动	(3,799)	13,054	(4,977)	1,007	(741)
其它	(1,479)	(3,113)	3,861	2,372	3,327
<b>经营活动现金流</b>	<b>27,922</b>	<b>36,337</b>	<b>31,275</b>	<b>43,919</b>	<b>46,725</b>
资本支出	(27,000)	(32,657)	(28,050)	(28,050)	(28,050)
投资变动	(3,542)	(1,828)	0	0	0
其他	1,783	160	411	411	411
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(28,758)</b>	<b>(34,325)</b>	<b>(27,639)</b>	<b>(27,639)</b>	<b>(27,639)</b>
银行借款	19,450	(9,529)	4,039	22,973	1,000
股权融资	(6,633)	(8,749)	(6,203)	(7,909)	(8,227)
其他	4,770	1,090	(2,053)	(2,983)	(2,865)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>17,587</b>	<b>(17,188)</b>	<b>(4,217)</b>	<b>12,081</b>	<b>(10,092)</b>
<b>净现金流</b>	<b>16,751</b>	<b>(15,175)</b>	<b>(580)</b>	<b>28,361</b>	<b>8,995</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	98.2	13.8	11.2	7.2	(2.8)
营业利润增长率(%)	148.8	(32.6)	20.8	27.2	4.0
归属于母公司净利润增长率(%)	145.5	(34.1)	23.5	27.5	4.0
息税前利润增长(%)	150.1	(34.2)	28.9	26.9	4.4
息税折旧前利润增长(%)	121.4	(23.7)	27.8	25.1	8.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	145.5	(34.1)	23.5	27.5	4.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	20.6	11.9	13.8	16.4	17.6
营业利润率(%)	26.3	25.7	25.5	25.5	25.6
毛利率(%)	26.3	16.6	18.4	20.9	22.1
归母净利润率(%)	16.9	9.8	10.9	13.0	13.9
ROE(%)	36.0	21.1	22.1	23.6	21.0
ROIC(%)	20.2	11.9	13.4	15.8	15.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.6	0.6	0.6	0.4	0.3
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7
应收账款周转率	19.5	18.7	20.0	20.0	20.0
应付账款周转率	14.2	13.5	13.3	13.7	13.9
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
管理费用率(%)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
研发费用率(%)	2.2	2.1	1.8	1.8	1.8
财务费用率(%)	1.0	0.7	1.3	1.4	1.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	7.9	5.2	6.4	8.1	8.5
每股经营现金流(最新摊薄)	8.9	11.6	10.0	14.0	14.9
每股净资产(最新摊薄)	21.8	24.5	28.9	34.5	40.4
每股股息	2.5	1.6	2.0	2.5	2.6
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	12.5	18.9	15.3	12.0	11.6
P/B(最新摊薄)	4.5	4.0	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.8	12.2	10.1	8.0	7.2
价格/现金流(倍)	11.0	8.5	9.8	7.0	6.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371